



L'avocat général Wathelet propose à la Cour de justice de juger que la décision de la BCE instaurant un programme d'achats d'obligations souveraines sur les marchés secondaires est valide

Ce programme ne viole pas l'interdiction du financement monétaire et ne dépasse pas le mandat de la BCE

Par décision du 4 mars 2015¹, la Banque centrale européenne (BCE) a mis en place un programme d'achats d'obligations souveraines sur les marchés secondaires (*public sector asset purchase programme*, ci-après le « PSPP »).

Le PSPP est l'un des quatre sous-programmes du programme étendu d'achats d'actifs (*Expanded Asset Purchase Programme*, ci-après l'« APP »), annoncé par la BCE en janvier 2015 et généralement appelé « assouplissement quantitatif » (*quantitative easing*). Les trois autres sous-programmes de l'APP, auxquels le PSPP est subsidiaire, concernent l'achat d'obligations privées.

L'APP, et donc le PSPP, visent à faire face aux risques de déflation dans la zone euro et de maintenir ainsi la stabilité des prix. En effet, un achat important de titres, y compris d'obligations du secteur public, est censé provoquer un assouplissement des conditions monétaires et financières permettant aux entreprises et aux ménages d'obtenir des financements à des prix plus avantageux. Cela a, en principe, pour conséquence de stimuler les investissements et la consommation, ce qui contribue à un retour des taux d'inflation au niveau visé, à savoir inférieur, mais proche de 2 %.

Le PSPP a été instauré dans un contexte où les taux directeurs de la BCE avaient atteint leur limite inférieure et la portée des programmes d'achats d'obligations privées était considérée comme insuffisante pour atteindre ce but. La seule catégorie de titres considérée comme apte à fournir le volume d'achats nécessaire pour combler l'écart d'inflation, en raison de son volume de marché existant, était celle des obligations du secteur public.

Plusieurs groupes de particuliers ont introduit, devant le Bundesverfassungsgericht (Cour constitutionnelle fédérale, Allemagne) différents recours constitutionnels portant sur diverses décisions de la BCE relatives à l'APP, sur le concours apporté par la Deutsche Bundesbank (Banque fédérale d'Allemagne) à la mise en œuvre de ces décisions ou sur la carence alléguée, de celle-ci, face auxdites décisions ainsi que sur la carence alléguée du gouvernement fédéral et de la chambre basse du parlement fédéral face à ce concours et aux mêmes décisions.

Ils font valoir que le PSPP viole l'interdiction du financement monétaire des États membres² et le principe d'attribution des compétences³. Les décisions relatives au PSPP porteraient atteinte, par

¹ Décision (UE) 2015/774 de la Banque centrale européenne, du 4 mars 2015, concernant un programme d'achats d'actifs du secteur public sur les marchés secondaires (JO 2015, L 121, p. 20). Cette décision a été modifiée par la décision (UE) 2015/2101 de la Banque centrale européenne, du 5 novembre 2015 (JO 2015, L 303, p. 106), par la décision (UE) 2015/2464 de la Banque centrale européenne, du 16 décembre 2015 (JO 2015, L 344, p. 1), par la décision (UE) 2016/702 de la Banque centrale européenne, du 18 avril 2016 (JO 2016, L 121, p. 24), ainsi que par la décision (UE) 2017/100 de la Banque centrale européenne, du 11 janvier 2017 (JO 2017, L 16, p. 51).

² Inscrit à l'article 123 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE).

³ Inscrit à l'article 5, paragraphe 1, du traité sur l'Union européenne (TUE), lu conjointement avec les articles 119 et 127 TFUE.

ailleurs, au principe de démocratie consacré dans la Grundgesetz (loi fondamentale allemande) et porteraient atteinte, de ce fait, à l'identité constitutionnelle allemande.

Le Bundesverfassungsgericht relève que, si la décision de la BCE instaurant le PSPP viole l'interdiction du financement monétaire ou outrepassa le mandat de la BCE, il devra constater un dépassement manifeste et structurellement significatif des compétences de la BCE et, par voie de conséquence, accueillir les recours au principal. Il en irait ainsi également si le régime de répartition des pertes découlant de cette décision affectait le pouvoir budgétaire de la chambre basse du parlement fédéral. Dans ces conditions, le Bundesverfassungsgericht a décidé d'interroger la Cour de justice à titre préjudiciel.

Dans ses conclusions de ce jour, M. l'avocat général Melchior Wathelet propose à la Cour de répondre au Bundesverfassungsgericht que l'examen de la décision de la BCE instaurant le PSPP⁴ (« décision PSPP ») n'a révélé aucun élément de nature à affecter sa validité.

L'avocat général estime, **premièrement**, que **la décision PSPP ne viole pas l'interdiction du financement monétaire.**

En effet, d'une part, **le PSPP ne donne pas à l'intervention du Système européen de banques centrales (SEBC) un effet équivalent à celui de l'acquisition directe d'obligations souveraines** auprès des autorités et des organismes publics des États membres et, d'autre part, **il n'est pas de nature à soustraire les États membres à l'incitation à mener une politique budgétaire saine.**

Faisant référence notamment à l'arrêt Gauweiler e.a. concernant le programme OMT annoncé par la BCE en septembre 2012⁵, l'avocat général rappelle que la légalité de principe d'une opération d'achat d'obligations souveraines sur les marchés secondaires par le SEBC n'est pas discutable. La validité d'un programme tel que le PSPP dépend des garanties qui l'entourent.

En ce qui concerne le prétendu effet équivalent du PSPP à celui de l'acquisition directe d'obligations souveraines auprès des autorités et des organismes publics des États membres, l'avocat général estime que **le PSPP offre suffisamment de garanties pour éviter que les conditions d'émission d'obligations souveraines soient altérées par la certitude que ces obligations seront rachetées par le SEBC après leur émission** et pour empêcher ainsi que les opérateurs actifs sur les marchés des obligations souveraines puissent agir, de facto, comme des intermédiaires du SEBC pour l'acquisition directe des obligations.

À cet égard, l'avocat général relève notamment que i) le conseil des gouverneurs de la BCE décide de la portée, du début, de la poursuite et de la suspension des interventions sur les marchés secondaires prévues par le PSPP, ii) le PSPP est subsidiaire par rapport aux trois autres programmes de l'APP qui concernent l'achat d'obligations privées, iii) contrairement à l'OMT, le PSPP ne prévoit pas l'acquisition d'obligations de manière sélective mais de manière représentative de tous les États membres de la zone euro, iv) la détention d'obligations est, en principe, limitée à 33 % d'une seule émission et il est interdit au SEBC de détenir plus de 33 % des encours d'obligations d'un même émetteur sur toute la durée du PSPP, v) il doit exister un délai minimal entre l'émission d'un titre sur le marché primaire et son rachat sur les marchés secondaires et vi) les modalités du PSPP communiquées par la BCE restent d'ordre général.

En ce qui concerne les prétendus effets négatifs d'un programme tel que le PSPP sur l'incitation à mener une politique budgétaire saine, l'avocat général observe que ces effets sont déjà limités par la faculté du SEBC de revendre les obligations acquises à tout moment. De plus, si un émetteur d'obligations souveraines ne mène plus de politique budgétaire saine, les obligations émises risquent de perdre la notation de la qualité du crédit requise par le PSPP. En outre, les achats entre les émetteurs publics de tous les États membres de la zone euro sont

⁴ Dans sa version résultant des décisions subséquentes mentionnées à la note 1.

⁵ Arrêt du 16 juin 2015, Gauweiler e.a. ([C-62/14](#), voir également le CP [n° 70/15](#)).

répartis selon un critère objectif et indépendant de leur situation économique ou de leur politique budgétaire, à savoir la clef de répartition du capital de la BCE. Par conséquent, le PSPP ne peut pas être interprété comme un mécanisme susceptible d'aider les États en difficulté de financement. Enfin, le partage des risques dans le cadre du PSPP étant limité, ce sont, pour 80 % des achats effectués au titre du PSPP, les contribuables locaux ou les autres créanciers des emprunts publics qui devront supporter les éventuelles pertes et la recapitalisation de la banque centrale en cause.

L'avocat général constate, dans ce contexte, que seul un État membre (l'Espagne) demeure sous le coup d'une procédure pour déficit excessif alors qu'ils étaient vingt-quatre en 2011. Cette situation objective tend à démontrer la poursuite d'une politique budgétaire saine par les États membres de la zone euro.

L'avocat général estime, deuxièmement, en ce qui concerne la question de savoir si le PSPP dépasse le mandat de la BCE au regard de son volume, de sa durée d'application et des conséquences qui en résultent, que le PSPP poursuit un objectif de politique monétaire au moyen d'instruments qui relèvent de cette même politique. Selon lui, la BCE n'a commis une erreur manifeste d'appréciation ni dans la détermination de l'objectif du programme ni dans le choix des instruments à mettre en œuvre. Elle n'a pas non plus commis de détournement de pouvoir ni manifestement dépassé les limites de son pouvoir d'appréciation.

Il rappelle, notamment, que d'éventuelles incidences indirectes ne sauraient impliquer qu'un programme de la BCE doive nécessairement être assimilé à une mesure de politique économique puisqu'il ressort du traité lui-même que, sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union. De plus, la conduite de la politique monétaire implique d'agir, en permanence, sur les taux d'intérêt et les conditions de refinancement des banques, ce qui a nécessairement des conséquences sur les conditions de financement du déficit public des États membres.

Outre la soumission de l'achat des obligations souveraines à la qualité du crédit de l'émetteur ou du garant, notamment trois caractéristiques du PSPP permettent de s'assurer qu'il ne poursuit pas, à titre principal, un objectif de politique économique. La première caractéristique est que les achats d'obligations souveraines au titre du PSPP sont subsidiaires par rapport aux actions autorisées par les trois autres programmes de l'APP qui concernent tous l'achat d'obligations privées. La deuxième, que les achats autorisés par le PSPP sont répartis entre tous les États membres de la zone euro selon une clef de répartition, fixe et objective, indépendante de la situation économique individuelle de ces États. La troisième, que le partage des risques est limité à 20 % des achats effectués au titre du PSPP.

L'avocat général observe dans ce contexte que l'objectif d'atteindre des taux inférieurs à mais proches de 2 % à moyen terme est en voie d'être rempli. C'est pourquoi la BCE a prévu, lors de la réunion du conseil des gouverneurs du 14 juin 2018, que le rythme mensuel des achats nets d'actifs effectués dans le cadre de l'APP serait, en principe, réduit à 15 milliards d'euros du mois d'octobre 2018 à la fin du mois de décembre 2018, date à laquelle les achats nets arriveront à leur terme.

L'avocat général estime, troisièmement, en ce qui concerne la proportionnalité du PSPP, que le PSPP est aussi apte à atteindre son objectif que nécessaire (car la BCE avait déjà épuisé les autres mesures de politique monétaire tout aussi efficaces) et ne va pas manifestement au-delà de ce qui est nécessaire. Le SECC a suffisamment pondéré les différents intérêts en présence de manière à éviter que puissent se produire, lors de la mise en œuvre du PSPP, des inconvénients manifestement disproportionnés par rapport aux objectifs poursuivis.

RAPPEL : Les conclusions de l'avocat général ne lient pas la Cour de justice. La mission des avocats généraux consiste à proposer à la Cour, en toute indépendance, une solution juridique dans l'affaire dont ils

sont chargés. Les juges de la Cour commencent, à présent, à délibérer dans cette affaire. L'arrêt sera rendu à une date ultérieure.

RAPPEL : Le renvoi préjudiciel permet aux juridictions des États membres, dans le cadre d'un litige dont elles sont saisies, d'interroger la Cour sur l'interprétation du droit de l'Union ou sur la validité d'un acte de l'Union. La Cour ne tranche pas le litige national. Il appartient à la juridiction nationale de résoudre l'affaire conformément à la décision de la Cour. Cette décision lie, de la même manière, les autres juridictions nationales qui seraient saisies d'un problème similaire.

Document non officiel à l'usage des médias, qui n'engage pas la Cour de justice.

Le [texte intégral](#) des conclusions est publié sur le site CURIA le jour de la lecture.

Contact presse : Antoine Briand ☎ (+352) 4303 3205.

Des images de la lecture des conclusions sont disponibles sur « [Europe by Satellite](#) » ☎ (+32) 2 2964106.